

山西优质动力煤企，稳健与成长兼具

晋控煤业首次覆盖报告

晋控煤业(601001)

煤炭/能源

首次覆盖

增持

评级

目标价格

13.90

当前价格:

11.67

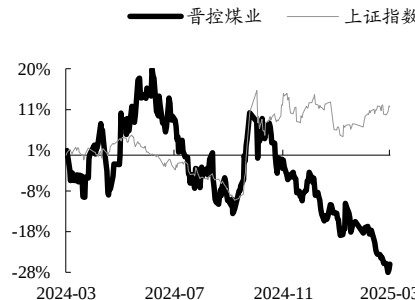
交易数据

52 周内股价区间 (元)	11.20-19.54
总市值 (百万元)	19,532
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,674/1,674
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益 (百万元)	18,077
每股净资产 (元)	10.80
市净率 (现价)	1.1
净负债率	-47.06%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-9%	-20%	-25%
相对指数	-11%	-18%	-36%

相关报告

黄涛(分析师)	邓钺琦(分析师)
021-38674879	010-83939825
huangtao@gtjas.com	dengchengqi024452@gtjas.com
登记编号 S0880515090001	S0880523050003

本报告导读:

煤价下行期，公司盈利稳健性有望超市场预期；背靠全国第二大煤炭集团，资产注入贡献成长；资产质量持续优化，现金流充沛，扩张及分红无忧。

投资要点:

- **首次覆盖，给予增持评级，目标价 13.90 元。**预计 2024~2026 年 EPS 分别为 1.91、1.54、1.60 元，煤价下行期，公司盈利稳健性有望超市场预期，背靠全国第二大煤炭集团，资产注入贡献未来成长。参考可比公司 PE 和 PB 估值，给予公司 13.90 元目标价，“增持”评级。
- **煤价下行期，公司盈利稳健性有望超市场预期。**2024 年前三季度，煤价下行期，公司业绩同比降幅远低于行业，彰显盈利稳健性。展望 2025 年，虽然市场煤价中枢下移，但我们认为在公司盈利稳健性有望超市场预期。一方面源于公司积极有效的销售策略下，煤炭售价将比市场预期更稳健，另一方面，公司煤炭成本优势显著，构建较好的盈利护城河，同时多年来公司积极优化资产质量，加强管理，减值接近尾声，各项费用将进入下行通道，降本增效。
- **背靠全国第二大煤炭集团，资产注入贡献成长。**公司是全国第二大煤炭集团晋能控股集团旗下唯一煤炭上市平台，当前晋能控股集团、煤业集团（公司直接控股股东）、公司的煤炭产能分别为 4.5、2.4、0.345 亿吨，晋能控股集团和煤业集团的煤炭资产证券化率分别为 8%、14%，集团证券化率较低，未来资产注入空间大，助力公司长期成长。2025 年 1 月，公司发布公告决定启动收购晋能控股集团部分资产的工作，我们认为本次收购标志着集团资产注入序幕拉起。近年来，公司收购集团资产进程缓慢，2024 年 7 月，公司新帅上任，在新的领导班子带领下，后续集团资产注入进程有望加快。
- **资产质量持续优化，现金流充沛，扩张及分红无忧。**1）长期以来，公司持续进行资产优化，积极改善资产负债表，截至 2024 年三季度末，公司有息负债降至 37 亿元，短期借款清零，资产负债率从降低至 30.0%，处于行业较低水平，仅高于中国神华。此外，公司在手货币资金充足，现金流远高于净利润，较低的负债率以及充足的现金流保障下，公司未来产能扩张无忧。2）2021-2023 年，公司连续三年提高分红水平，2023 年分红率提高至 40%，但仍低于其他山西煤企，我们判断公司未来分红率有进一步提升空间。
- **风险提示：**煤价超预期下跌，资产注入进度不及预期。

财务摘要 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	16,082	15,342	14,824	13,234	13,234
(+/-)%	-12.0%	-4.6%	-3.4%	-10.7%	0.0%
净利润 (归母)	3,049	3,301	3,201	2,577	2,680
(+/-)%	-34.5%	8.3%	-3.0%	-19.5%	4.0%
每股净收益 (元)	1.82	1.97	1.91	1.54	1.60
净资产收益率(%)	21.0%	19.5%	16.7%	12.4%	12.0%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	6.31	5.83	6.01	7.47	7.18

财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
货币资金	18,816	15,209	20,799	23,886	27,039	营业总收入	16,082	15,342	14,824	13,234	13,234
交易性金融资产	0	0	0	0	0	营业成本	8,037	7,664	7,526	7,341	7,189
应收账款及票据	1,190	458	443	395	395	税金及附加	1,293	1,231	1,260	1,125	1,125
存货	329	343	337	329	322	销售费用	145	119	115	99	99
其他流动资产	1,728	1,595	1,550	1,414	1,413	管理费用	470	706	519	397	397
流动资产合计	22,063	17,605	23,129	26,024	29,169	研发费用	63	303	296	265	265
长期投资	5,424	6,066	6,066	6,066	6,066	EBIT	5,829	5,308	5,715	4,550	4,702
固定资产	9,659	9,178	8,681	8,134	7,544	其他收益	17	18	15	13	13
在建工程	520	703	562	450	360	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产及商誉	3,452	3,208	3,208	3,208	3,208	投资收益	586	648	593	529	529
其他非流动资产	1,100	914	1,011	1,011	1,011	财务费用	241	140	20	-36	-66
非流动资产合计	20,155	20,069	19,528	18,869	18,189	减值损失	-390	-29	0	0	0
总资产	42,218	37,675	42,658	44,893	47,358	资产处置损益	2	0	0	0	0
短期借款	1,542	851	851	851	851	营业利润	6,047	5,816	5,695	4,585	4,769
应付账款及票据	5,636	4,813	4,727	4,611	4,515	营业外收支	-46	52	0	0	0
一年内到期的非流动负债	4,598	190	1,877	1,877	1,877	所得税	1,583	1,365	1,310	1,055	1,097
其他流动负债	4,682	2,908	2,841	2,694	2,657	净利润	4,417	4,504	4,385	3,531	3,672
流动负债合计	16,458	8,762	10,296	10,033	9,900	少数股东损益	1,368	1,203	1,184	953	991
长期借款	2,374	2,389	2,389	2,389	2,389	归属母公司净利润	3,049	3,301	3,201	2,577	2,680
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	主要财务比率					
租赁债券	336	285	285	285	285	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
其他非流动负债	851	866	858	858	858	ROE(摊薄,%)	21.0%	19.5%	16.7%	12.4%	12.0%
非流动负债合计	4,561	4,540	4,532	4,532	4,532	ROA(%)	10.7%	11.3%	10.9%	8.1%	8.0%
总负债	21,019	13,302	14,828	14,565	14,431	ROIC(%)	13.8%	14.0%	12.9%	9.5%	9.2%
实收资本(或股本)	1,674	1,674	1,674	1,674	1,674	销售毛利率(%)	50.0%	50.0%	49.2%	44.5%	45.7%
其他归母股东权益	12,862	15,223	17,496	19,041	20,648	EBIT Margin(%)	36.2%	34.6%	38.6%	34.4%	35.5%
归属母公司股东权益	14,536	16,897	19,170	20,715	22,322	销售净利率(%)	27.5%	29.4%	29.6%	26.7%	27.7%
少数股东权益	6,663	7,476	8,660	9,613	10,604	资产负债率(%)	49.8%	35.3%	34.8%	32.4%	30.5%
股东权益合计	21,199	24,373	27,830	30,328	32,926	存货周转率(次)	23.4	22.8	22.1	22.1	22.1
总负债及总权益	42,218	37,675	42,658	44,893	47,358	应收账款周转率(次)	14.1	18.6	32.9	31.6	33.5
现金流量表 (百万元)						总资产周转率(次)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		净利润现金含量	1.8	1.9	1.5	1.6	1.6
经营活动现金流	5,638	6,169	4,916	4,162	4,270	资本支出/收入	3.7%	5.5%	2.7%	3.0%	3.0%
投资活动现金流	-518	-791	96	129	129	EV/EBITDA	1.56	1.55	0.72	0.31	—
筹资活动现金流	-2,522	-8,981	578	-1,205	-1,246	P/E(现价&最新股本摊薄)	6.31	5.83	6.01	7.47	7.18
汇率变动影响及其他	0	0	0	0	0	P/B(现价)	1.32	1.14	1.00	0.93	0.86
现金净增加额	2,598	-3,603	5,591	3,087	3,153	P/S(现价)	1.20	1.25	1.30	1.45	1.45
折旧与摊销	1,272	1,234	1,038	1,059	1,080	EPS-最新股本摊薄(元)	1.82	1.97	1.91	1.54	1.60
营运资本变动	-435	640	-87	-71	-125	DPS-最新股本摊薄(元)	0.63	0.79	0.77	0.62	0.64
资本性支出	-594	-839	-400	-400	-400	股息率(现价,%)	5.5%	6.9%	6.7%	5.4%	5.6%

数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

目录

1. 投资建议	4
2. 盈利预测与估值	4
3. 山西省优质动力煤企业	5
4. 煤价下行期，公司盈利稳健性有望超预期	8
4.1. 以优质动力煤为主，近年来产销量相对稳定	8
4.2. 煤价下行期，公司盈利稳健性超预期	10
5. 背靠全国第二大煤炭集团，资产注入贡献成长	13
5.1. 山西国企改革，全国第二大煤炭集团应运而生	14
5.2. 资产注入空间大，长期成长可期	15
5.3. 新帅上任，资产注入序幕拉起	17
6. 资产质量持续优化，现金流充沛，扩张及分红无忧	17
6.1. 资产质量持续优化	18
6.2. 现金流充沛，产能扩张及分红无忧	19
7. 风险提示	20

1. 投资建议

我们认为晋控煤业稳健与成长兼备，煤价下行期，公司盈利的稳健性有望超市场预期，同时 2025 年收购集团资产公告标志着集团资产注入序幕拉起，而其优异的资产负债结构和充沛的现金流为未来产能扩张提供充分保障。

煤价下行期，公司盈利稳健性有望超市场预期。2024 年前三季度，煤价下行期，公司业绩同比降幅远低于行业，彰显盈利稳健性。展望 2025 年，虽然市场煤价中枢下移，但我们认为在公司盈利稳健性有望超市场预期。一方面源于公司积极有效的销售策略下，煤炭售价将比市场预期更稳健，另一方面，公司煤炭成本优势显著，构建较好的盈利护城河，同时多年来公司积极优化资产质量，加强管理，减值接近尾声，各项费用将进入下行通道，降本增效。

背靠全国第二大煤炭集团，资产注入贡献成长。公司是全国第二大煤炭集团——晋能控股集团旗下唯一煤炭上市平台，当前晋能控股集团、煤业集团（公司直接控股股东）、公司的煤炭产能分别为 4.5、2.4、0.345 亿吨，晋能控股集团和煤业集团的煤炭资产证券化率分别为 8%、14%，集团产能远高于公司，证券化率较低，未来资产注入空间大，助力公司长期成长。2025 年 1 月，公司发布公告决定启动收购晋能控股集团部分资产的工作，我们认为本次收购标志着集团资产注入序幕拉起。近年来，公司收购集团资产进程缓慢，2024 年 7 月，公司新帅上任，在新的领导班子带领下，后续集团资产注入进程有望加快。

资产质量持续优化，现金流充沛，产能扩张无忧。长期以来，公司通过转让低效矿井，关停亏损业务及资源枯竭矿井等举措持续进行资产优化，积极改善资产负债表，截至 2024 年三季度末，公司有息负债降至 37 亿元，短期借款清零，资产负债率从降低至 30.0%，处于行业较低水平，仅高于中国神华。此外，公司在手货币资金充足，现金流远高于净利润，较低的负债率以及充足的现金流保障下，公司未来产能扩张无忧。

分红有提升空间。2021-2023 年，公司连续三年提高分红水平，2023 年分红率提高至 40%，但仍低于其他山西煤企，我们判断公司未来分红率有进一步提升空间。

2. 盈利预测与估值

盈利预测核心假设：

- 公司当前无在建矿产，煤炭产销量相对稳定，考虑到 2024 年产销量受山西安监检查有所受限，预计 2025 年将恢复，有所增加。假设公司 2024-2026 年煤炭销量分别为 3000、3050、3050 万吨。
- 2024 年煤价下行期，公司煤炭售价跌幅远低于市场煤价，2024 年 1-9 月公司煤价同比基本持平，彰显稳健性，考虑到 2024 年四季度煤价跌幅加大，假设 2024 年公司售煤均价 480 元/吨，同比下降 16 元/吨，我们预计 2025 年煤价中枢较 2024 年进一步下跌，假设 2025-2026 年公司售煤均价为 420、420 元/吨。
- 公司积极管控成本，降本增效，假设公司 2024-2026 年吨煤成本小幅下降分别为 240、230、225 元/吨。

根据假设，我们预计公司 2024~2026 年实现 EPS 分别为 1.91、1.54、1.60 元。

表1: 预计公司 2024~2026 年实现 EPS 分别为 1.91、1.54、1.60 元

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入合计	161	153	148	132	132
成本合计	80	77	75	73	72
毛利合计	80	77	73	59	60
毛利率	50%	50%	49%	45%	46%
煤炭业务收入	157	149	144	128	128
销量 (万吨)	2731	3010	3000	3050	3050
吨煤售价 (元/吨)	574	496	480	420	420
煤炭业务成本	77	73	72	70	69
吨煤成本 (元/吨)	280	244	240	230	225

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

我们选取动力煤公司中国神华、陕西煤业、中煤能源、山煤国际作为行业可比公司, 可比公司 2025 年平均市盈率为 8.4 倍, 按照 2025 年 8.4xPE, 公司对应价格为 12.94 元; 可比公司 2025 年平均市净率为 1.2 倍, 以此作为比较标准, 得到公司对应价格为 14.86 元。综合 PE 和 PB 两种方法, 我们给予公司 13.90 元目标价, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表2: 可比公司 2025 年平均 PE 为 8.4 倍

可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
中国神华	36.10	6,910	3.00	2.93	2.78	12.0	12.3	13.0
陕西煤业	19.34	1,875	2.19	2.28	2.59	8.8	8.5	7.5
中煤能源	10.22	1,243	1.47	1.51	1.59	7.0	6.8	6.4
山煤国际	10.57	210	2.15	1.51	1.60	4.9	7.0	6.6
平均值						8.2	8.6	8.4

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究。注: 收盘价截至 2025 年 3 月 10 日

表3: 可比公司 2025 年平均 PB 为 1.2 倍

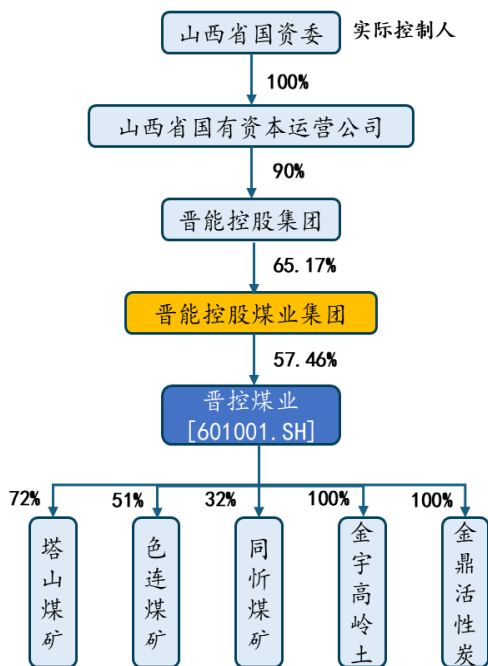
可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	BPS (元/股)			PB		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
中国神华	36.10	6,910	20.57	22.05	22.74	1.8	1.6	1.6
陕西煤业	19.34	1,875	9.21	11.55	14.02	2.1	1.7	1.4
中煤能源	10.22	1,243	9.77	11.89	12.87	1.0	0.9	0.8
山煤国际	10.57	210	5.22	9.02	10.14	2.0	1.2	1.0
平均值						1.7	1.3	1.2

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究。注: 收盘价截至 2025 年 3 月 10 日

3. 山西省优质动力煤企业

山西省优质动力煤企业。晋能控股山西煤业股份有限公司 (晋控煤业) 是经山西省人民政府批准, 由大同煤矿集团有限责任公司为主发起人, 联合中国中煤能源集团公司、秦皇岛港务集团有限公司、中国华能集团公司、上海宝钢国际经济贸易有限公司、大同同铁实业发展集团有限责任公司、煤炭科学研究总院、大同市地方煤炭集团有限公司等七家发起人共同发起设立的一个集煤炭生产、洗选、加工和销售一体化的股份有限公司。公司于 2001 年 7 月 25 日取得营业执照。2006 年 6 月 23 日在上海证券交易所上市交易, 是沪市全流通上市的第一股, 2020 年 12 月 25 日证券简称由大同煤业变更为晋控煤业。公司控股股东为晋能控股煤业集团, 持股 57.46%, 实际控制人为山西省国资委。

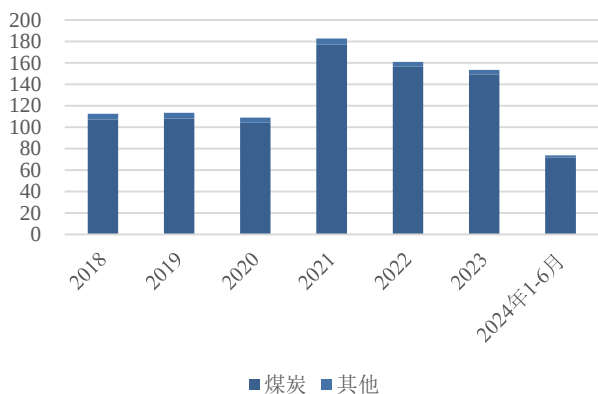
图1: 山西省属煤企



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

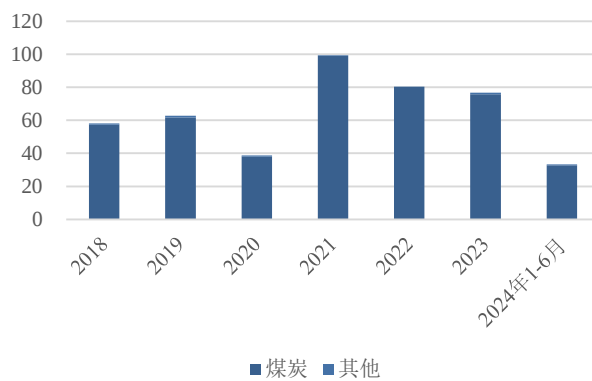
煤炭贡献主要收入和利润, 占比 95%以上。分业务来看, 主要包括煤炭业务、高岭土、活性炭业务。煤炭业务主要以动力煤为主, 用于电力、水泥、建材等行业, 贡献了公司几乎全部业绩, 2023 年煤炭业务营收占比约 97%, 毛利占比约 99%。非煤业务中高岭土公司由晋能控股煤业集团和创实业发展大同有限公司委托管理, 活性炭公司已于 2022 年 8 月阶段性停产。

图2: 2023-2024 年公司煤炭营收有所下降 (亿元)



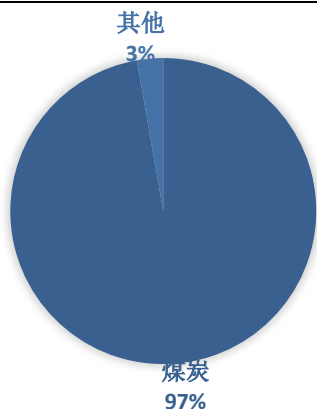
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图3: 2023-2024 年公司煤炭毛利有所下降 (亿元)



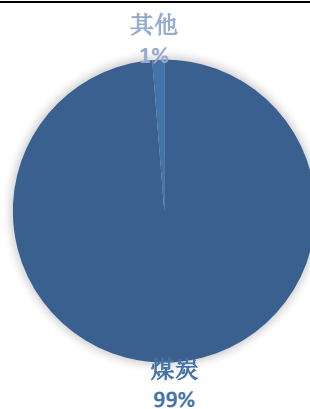
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图4: 煤炭业务贡献公司主要营收来源 (2023 年)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

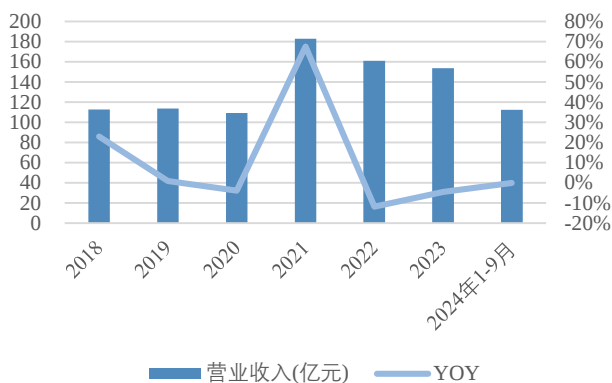
图5: 煤炭业务贡献公司主要毛利来源 (2023 年)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

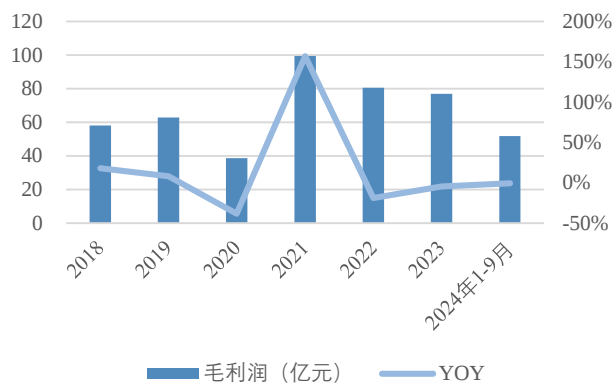
公司生产经营稳健，成本管控有效，煤价下行期充分展现其业绩稳健性。2023 年公司实现营业收入、毛利润以及归母净利润 153 亿元、77 亿元、33 亿元，同比-4.60%、-4.55%、+8.27%，煤价下行期，公司受益于产销量增加、以及积极管控成本费用，降本增效下归母净利逆势提升。2024 年 1-9 月，实现营业收入、毛利润以及归母净利润 112 亿元、52 亿元、22 亿元，同比仅微降 0.19%、0.75%、0.62%，可见公司煤炭主业业绩稳健性较强。

图6: 2024 年 1-9 月公司营收保持稳健



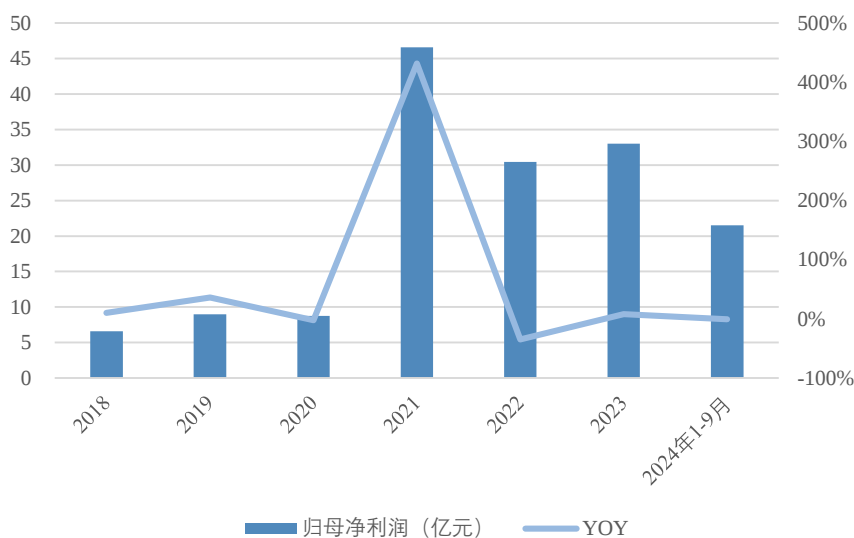
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图7: 2024 年 1-9 月公司毛利润保持稳健



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图8: 2024 年 1-9 月公司归母净利润稳健性较强



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

4. 煤价下行期，公司盈利稳健性有望超预期

2024 年前三季度，煤价下行期，公司业绩同比降幅远低于行业，彰显盈利稳健性。展望 2025 年，虽然市场煤价中枢下移，但我们认为在公司盈利稳健性有望超市场预期。一方面源于公司积极有效的销售策略下，煤炭售价将比市场预期更稳健，另一方面，公司煤炭成本优势显著，构建较好的盈利护城河，同时多年来公司积极优化资产质量，加强管理，减值接近尾声，各项费用将进入下行通道，降本增效。

4.1. 以优质动力煤为主，近年来产销量相对稳定

公司控股煤炭产能 3450 万吨，参股产能 1600 万吨。截至 2024 年 3 月末，公司地质总储量为 41.43 亿吨，剩余可采储量 19.54 亿吨，下属控股在产煤矿 2 个，分别为塔山矿（持股 72%）和色连一号煤矿（持股 51%），合计产能 3450 万吨，忻州窑矿因资源枯竭于 2022 年 12 月关停。公司参股矿井为同忻煤矿（持股 32%），产能 1600 万吨。公司在产矿井煤种为不粘煤和气煤等，以优质动力煤为主，煤质具有低灰、低硫、高发热量等特点。

公司产品全部为优质多用途动力煤。煤种为气煤、不粘煤等，煤质具有低灰、低硫、高发热量等特点，已形成“大友”、“大沫”“口泉”和“大有”四大品牌，市场知名度仍较好，其中“大友”牌优质动力煤通过了 ISO9001 产品质量体系认证。产品行销全国各地，广泛应用于发电、建材、玻璃、冶金等行业。

表4: 截至 2024 年 3 月末，公司拥有 2 个控股矿井，1 个参股矿井

主要矿区	持股比例	所在地	主要煤种	状态	地质储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定年产能 (万吨)
控股煤矿							
塔山煤矿	72%	山西大同	气煤、1/3 焦煤	在产	333559	157175	2650
色连煤矿	51%	内蒙鄂尔多斯	长焰煤、不粘煤	在产	72177	38260	800
合计					405736	195435	3450
参股煤矿							
同忻煤矿	32%	山西大同	气煤	在产			1600

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

塔山煤矿: 是公司主要盈利来源，是目前全球设计能力最大的单井口井工矿井。塔山煤矿（含塔山白洞井）位于山西省大同煤田中东部，主要煤种为气煤、1/3 焦煤、变质煤，属于特低硫、特低磷、中高发热量的优质动力煤。矿井于 2003 年 2 月开工建设，2006 年 7 月试生产，2008 年 12 月正式投产。2019 年 8 月塔山煤矿产能从 1500 万吨/年核增至 2500 万吨/年，塔山白洞井产能从 90 万吨/年核增至 150 万吨/年，核增后合计产能 2650 万吨。塔山煤矿单井口产量、工作面单产、人均效率、资源回收率等方面已经跨入一流水平行列，属于现代化的高产高效矿井，2016 年被列入全国首批先进产能矿井。

色连一号煤矿: 色连一号井项目是鄂尔多斯市“十二五”重点建设项目之一，位于内蒙古自治区鄂尔多斯市东胜区罕台镇高头窑矿区。主要开采侏罗系煤层，煤种为低硫、发热量较高的不粘煤及长焰煤，适合用于发电、化工等领域。煤矿于 2009 年 10 月开工建设，2014 年 7 月联合试运转，2019 年 9 月通过竣工验收，2022 年 9 月，煤矿核定产能由 500 万吨/年核增至 800 万吨/年。

图9: 塔山煤矿是公司主要利润来源



数据来源: 太原融媒体快报

图10: 色连煤矿是鄂尔多斯重点项目



数据来源: 中国环境报

同忻煤矿: 是晋能控股煤业集团旗下的大型现代化煤矿, 核定产能为 1600 万吨/年, 位于山西省大同市云冈区, 主要煤种为气煤, 具有低硫、低磷、高热量的特点, 主要作为优质动力煤, 洗选后精煤发热量可达 5400 大卡以上, 适用于发电、化工等领域。同忻煤矿于 2008 年 4 月开工建设, 2012 年 9 月首采工作面联合试运转, 并于 2025 年 1 月通过竣工验收。2020 年同忻矿被纳入山西省能源革命建设的 10 座智能煤矿建设试点序列, 2021 首批国家智能化示范矿井, 同年被山西省能源局评为信息化建设一级标准矿井。

图11: 同忻煤矿是集团旗下大型现代化煤矿

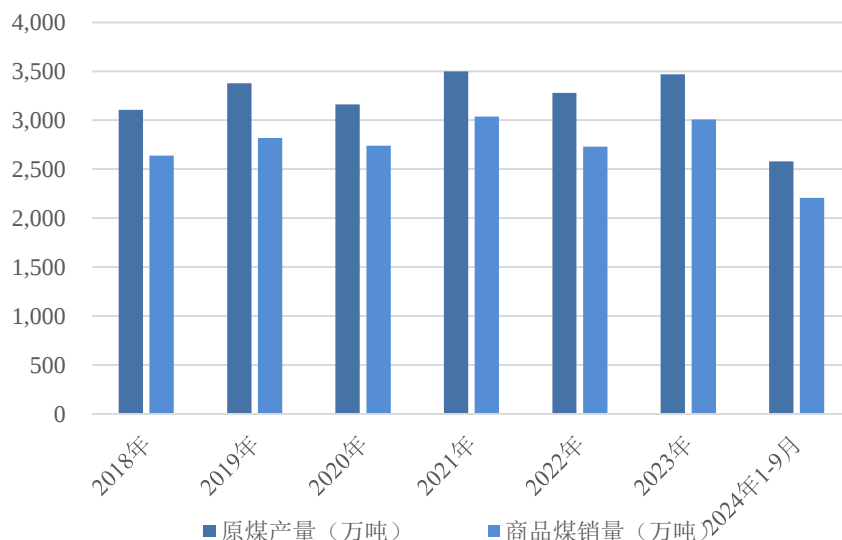


数据来源: 晋能控股集团公众号

忻州窑矿: 2019 年, 生产能力由 230 万吨/年核减至 60 万吨/年, 2022 年 12 月, 因资源枯竭关停。

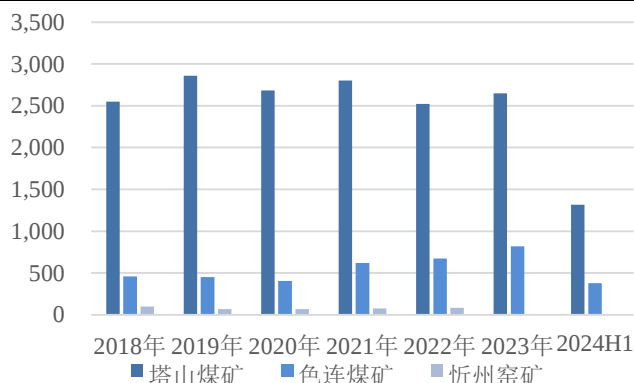
近年来, 公司煤炭产销量相对稳定。除 2022 年受塔山矿事故影响, 产销量略有下降外, 2021 年以来公司原煤产量维持在 3450-3500 万吨, 商品煤销量维持在 3000 万吨左右。2024 前三季度, 公司实现原煤产量 2579 万吨, 同比增长 1.5%, 商品煤销量 2207 万吨, 同比微降 0.3%。分煤矿看, 2023 年塔山矿、色连矿原煤产量分别为 2650、819 万吨, 商品煤销量分别为 2283、713 万吨, 占比分别为 76%、24%。

图12: 近年来产销量相对稳定



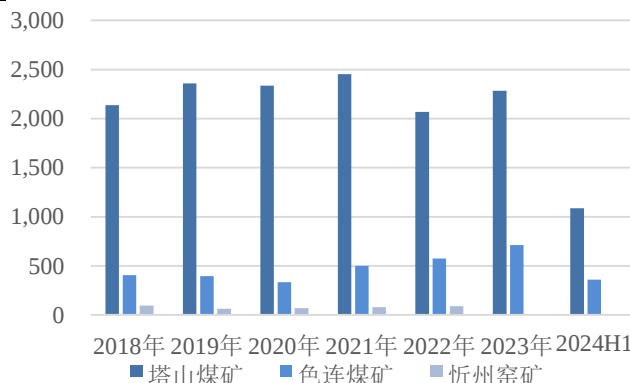
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图13: 近年来公司各矿井原煤产量相对稳定 (万吨)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图14: 近年来公司各矿井商品煤销量相对稳定 (万吨)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

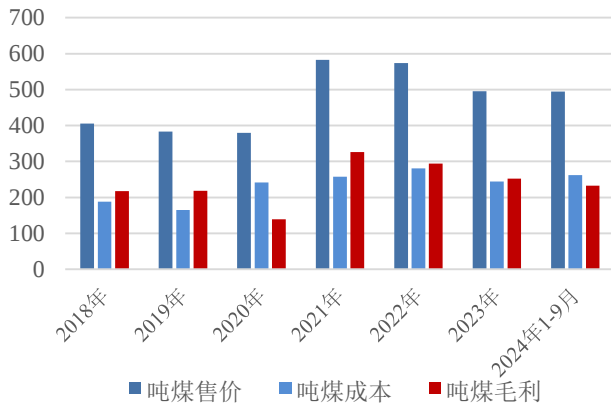
4.2. 煤价下行期, 公司盈利稳健性超预期

煤价下行期, 公司煤炭售价稳定性超预期。2023-2024 年, 煤价下行期, 公司煤炭售价跌幅远低于市场煤价, 2023 年公司煤价下跌 13.7%。2024 年 1-9 月同比基本持平, 而同期秦皇岛港口市场煤价分别下跌 24.0%, 10.6%。对比其他上市动力煤企, 2024 年前三季度中国神华、陕西煤业、中煤能源、山煤国际的动力煤平均售价跌幅分别为 -2.84%、-6.24%、-5.45%、-4.08%, 公司煤价同比持平, 煤价稳健性超市场预期, 我们预计主要受益于公司 2024 年前三季度长协煤比例同比有所下降。

公司积极进行销售管理, 灵活调整销售结构以争取更好的销售价格, 2025 年煤价中枢下移下, 我们判断公司盈利的稳健性仍有望超市场预期。公司下属塔山矿在集团所有煤矿中属资源优异, 煤质好, 高产高效, 盈利能力前列的优质矿井, 公司煤炭由集团运销总公司进行集中统一销售, 集团在销售中会优先支持像塔山矿这样的优质矿井, 使得效益最大化。一般情况下, 煤炭的年度长协煤任务量通常分派到集团层面, 再由集团下分到各个煤矿。集团煤炭产销量大, 远高于公司, 使得公司能够采取更加积极灵活的销售策略, 调整销售结构应对市场煤价变化, 以争取更好的销售价格。

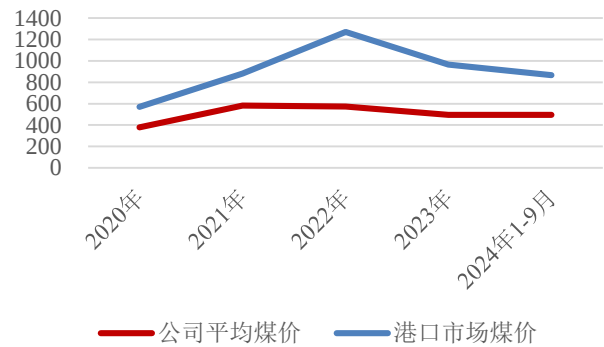
我们判断 2024 年四季度以来在煤价持续下跌, 跌幅较大背景下, 公司长协煤销售比例或有所提高, 在 2025 年煤价中枢下移下, 公司或将通过销售更多的长协煤来提高售价稳定性。

图15: 2023 年以来, 公司吨煤毛利稳定性较好 (元/吨)



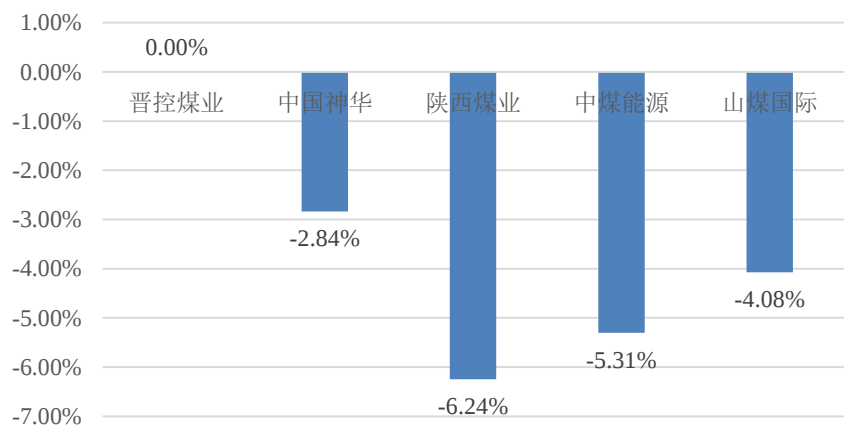
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图16: 2023-2024 年, 公司煤价跌幅远低于市场 (元/吨)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

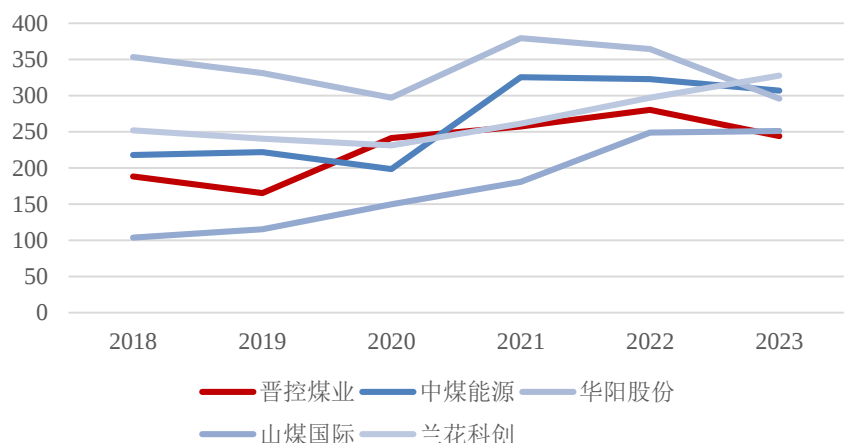
图17: 2024 年前三季度, 公司售煤均价跌幅小于同行



数据来源: wind, 国泰君安证券研究 (注: 除陕煤外, 其余均为自产煤均价跌幅)

成本优势显著, 处行业较低水平, 构建较好的盈利护城河。对比其他主要煤矿在山西的企业, 公司低成本优势明显, 以 2023 年为例, 晋控煤业、中煤能源、华阳股份、山煤国际和兰花科创的吨煤成本分别为 244、307、296、251、328 元/吨, 公司吨煤成本最低, 构建较好的盈利护城河, 尤其在煤价下行期。此外, 2023 年起受益于忻州窑矿关停, 以及公司进行积极成本管控, 2023 年和 2024 年 1-9 月, 公司吨煤成本同比下降 13.0%、0.6%, 降本增效提高利润。

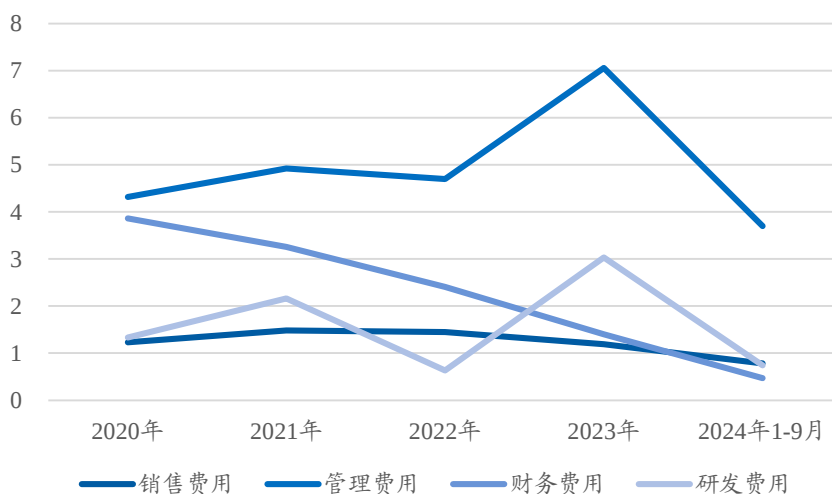
图18: 公司吨煤成本处行业较低水平 (元/吨)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

销售和财务费用持续下降，预计未来管理及研发费用有望下降。近年来，公司销售费用呈小幅下降趋势，财务费用受益于公司积极偿还债务，有息负债持续降低，降幅明显，从2020年的3.86亿元大幅下降至2023年的1.40亿元。2023年，公司管理费用7.06亿元，同比大幅增长50.21%，主要系忻州窑矿经营调整和子公司活性炭阶段性停产影响，预计2024年起有望逐步下降。公司研发费用主要用于智能化矿山建设，包括智能巡检机器人、小煤柱开采技术推广、塔山和同忻矿的智能化升级等，截至2023年底，公司已建成30个智能化项目、7个智能化综采工作面等。2023年，公司研发费用大幅提高380.95%至3.03亿元，主因塔山矿2023年建设工程和开发工程由塔山煤矿员工独立完成，研发人员数量增加，并新增了统计研发辅助人员，随着这些项目的完成，未来研发费用或将逐步回归至正常水平。

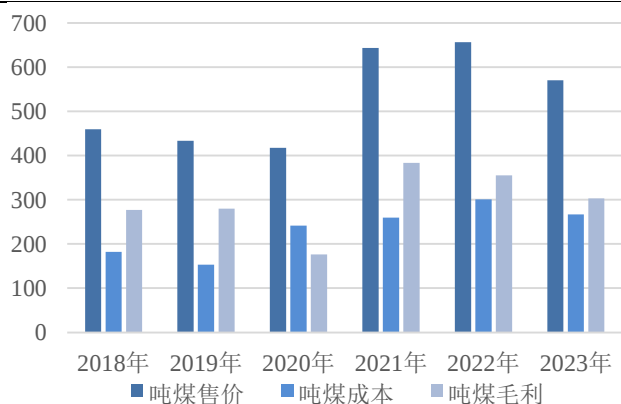
图19：公司近年来销售和财务费用持续下降（亿元）



数据来源：wind，国泰君安证券研究

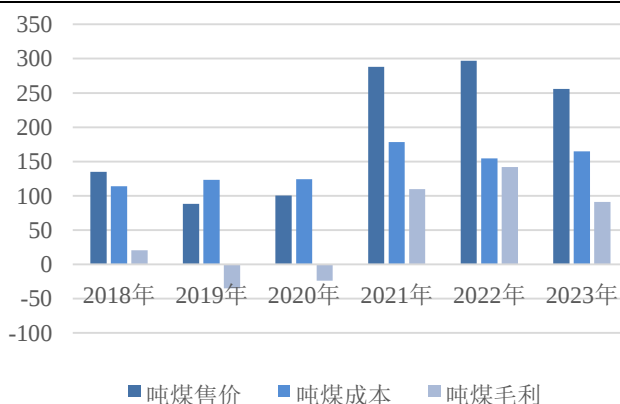
分煤矿看，塔山矿是公司主要利润来源。塔山矿由于其煤质较好，市场煤占比高，吨煤售价及毛利较高。而色连矿基本为长协价地销，吨煤售价稳定性更好，但售价和毛利更低。2023年，塔山和色连煤矿吨煤售价分别为570、256元/吨，吨煤毛利分别为303、91元/吨，实现利润总额54、2亿元，塔山矿是公司的主要利润来源。

图20：塔山煤矿吨煤售价稍有弹性（元/吨）



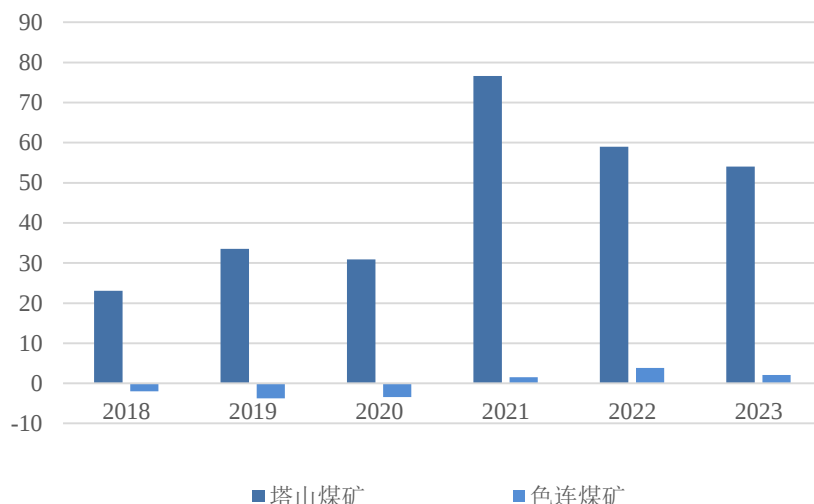
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图21：色连煤矿吨煤售价稳定性较好（元/吨）



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

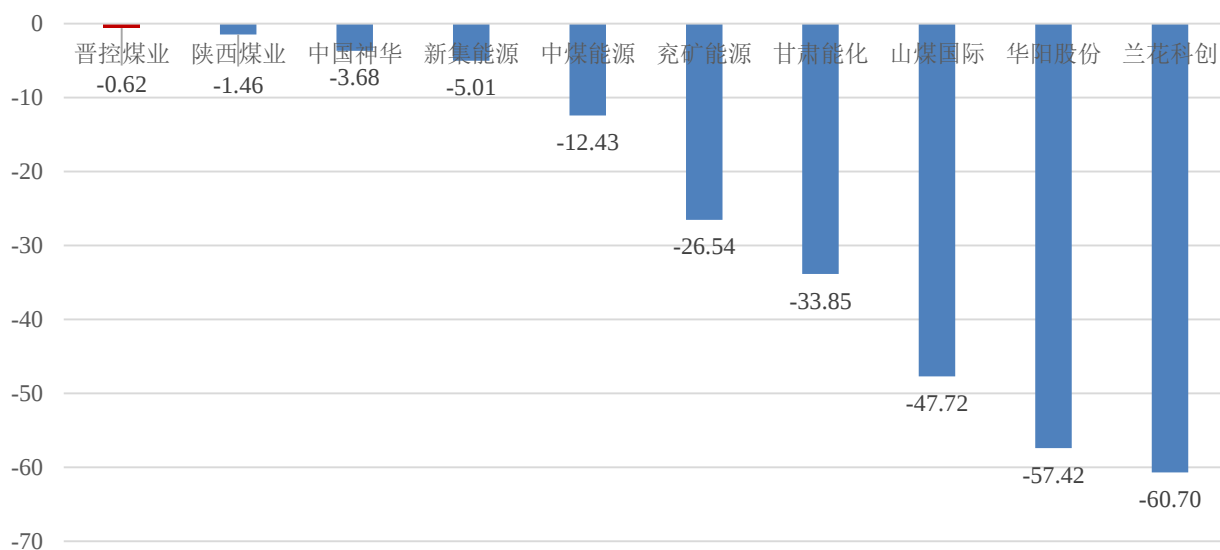
图22: 塔山矿是公司主要利润来源(利润总额, 亿元)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2024 年前三季度, 受益于公司相对稳定的煤炭售价以及积极管控成本费用, 公司业绩彰显超于同行的稳健性。2024 年前三季度, 公司实现归母净利润同比微降 0.62%, 同期, 行业规模以上企业实现利润总额同比下降 21.9%, 28 家煤炭开采上市公司合计归母净利润同比下降 20.8%, 公司业绩稳健性远优于同行。

图23: 2024 年前三季度, 公司业绩降幅优于同行(%)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

5. 背靠全国第二大煤炭集团, 资产注入贡献成长

公司是全国第二大煤炭集团——晋能控股集团旗下唯一煤炭上市平台, 当前晋能控股集团、煤业集团(公司直接控股股东)、公司的煤炭产能分别为 4.5、2.4、0.345 亿吨, 晋能控股集团和煤业集团的煤炭资产证券化率分别为 8%、14%, 集团产能远高于公司, 证券化率较低, 未来资产注入空间大, 助力公司长期成长。

2025 年 1 月, 公司发布公告决定启动收购晋能控股集团部分资产的工作, 我们认为本次收购标志着集团资产注入序幕拉起。近年来, 公司收购集团资产进程缓慢, 2024 年 7 月, 公司新帅上任, 在新的领导班子带领下, 后续集团资产注入进程有望加快。

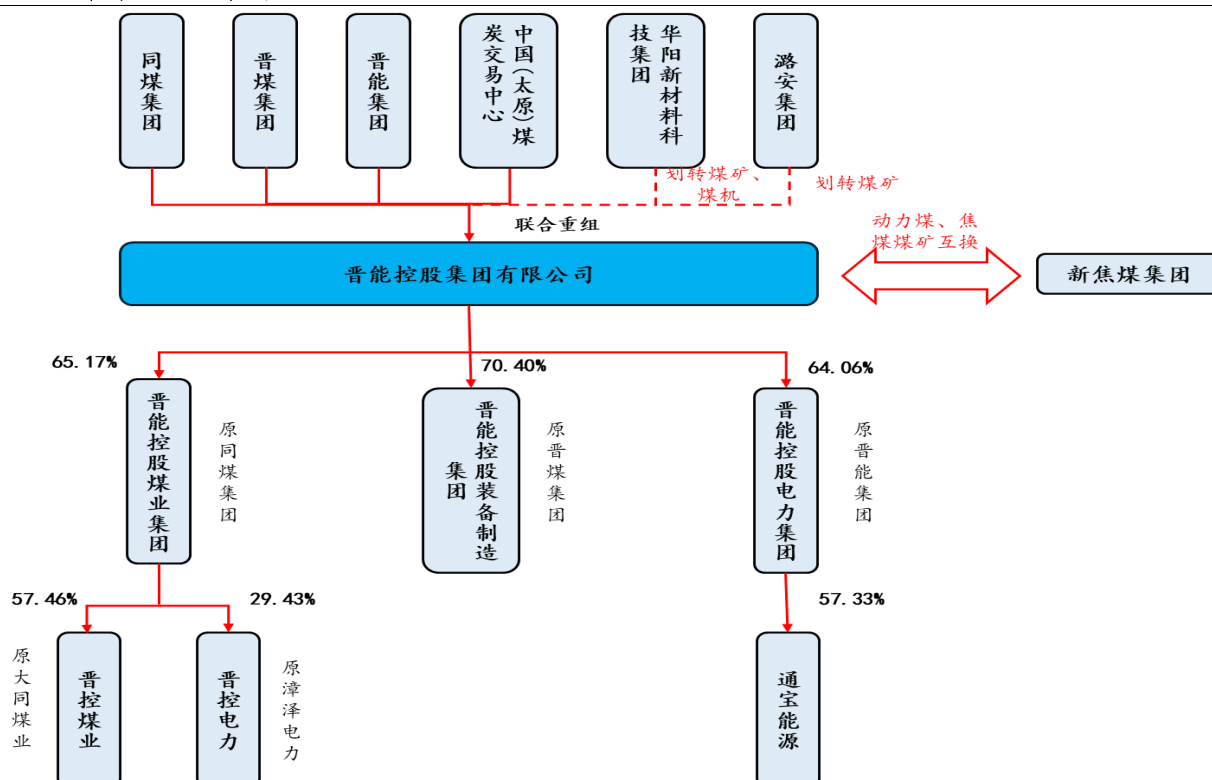
5.1. 山西国企改革，全国第二大煤炭集团应运而生

煤企改革是山西省国企改革的重要组成部分。山西历来是资源导向型省份，但多年来“一股独大”的体制性弊端和创新性不足的素质性矛盾，加之国有企业一直存在的体制机制局限、经营管理模式粗放问题，直接影响山西省属国有企业的经营效益和市场竞争能力。“十三五”以来，山西省委省政府始终把国资国企改革摆在全局工作突出位置，而煤企改革是山西省国企改革的重要组成部分。

打造动力煤产业集群——晋能控股集团应运而生。山西省原有七大省属煤炭集团，分别是同煤集团、山西焦煤、潞安集团、阳煤集团、晋城煤业集团、山煤集团、晋能集团，七大煤企有自己的传统优势，同时都建立起了小而全的相关配套产业，但它们都有着通病，高负债运营，同时还存在着各自为战、大而不强、同质化竞争严重的弊端。2020年，山西省启动了省属煤炭企业战略性专业化重组，一方面打造动力煤产业集群，重组同煤集团、晋煤集团、晋能集团，成立晋能控股集团，同时对潞安集团、华阳新材料科技集团的相关资产进行整合，还有就是将中国（太原）煤炭交易中心也纳入到新成立的晋能控股集团；另一方面，焦煤集团与山煤集团合并重组，山煤集团整体被焦煤集团消化吸收，通过后续对山西焦煤资源的整合，打造焦煤产业集群。自此，山西省结束了七大煤炭国企并立的局面，省属煤炭集团调整至两家，可以看出山西此次对于煤炭企业的整合重组，旨在通过重组，优化国资布局，提升煤炭企业的核心竞争力，打造具有国际竞争力的大型能源集团。

公司为晋能控股集团旗下唯一煤炭上市平台。重组后的晋能控股集团旗下包括晋能控股煤业集团（原“同煤集团”）、晋能控股电力集团（原“晋能集团”）、晋能控股装备制造集团（原“晋煤集团”）三大核心子集团，拥有晋控煤业、晋控电力、通宝能源三家上市公司。公司控股股东晋能控股煤业集团是晋能控股集团旗下核心煤炭子集团，公司是集团旗下唯一煤炭上市平台。

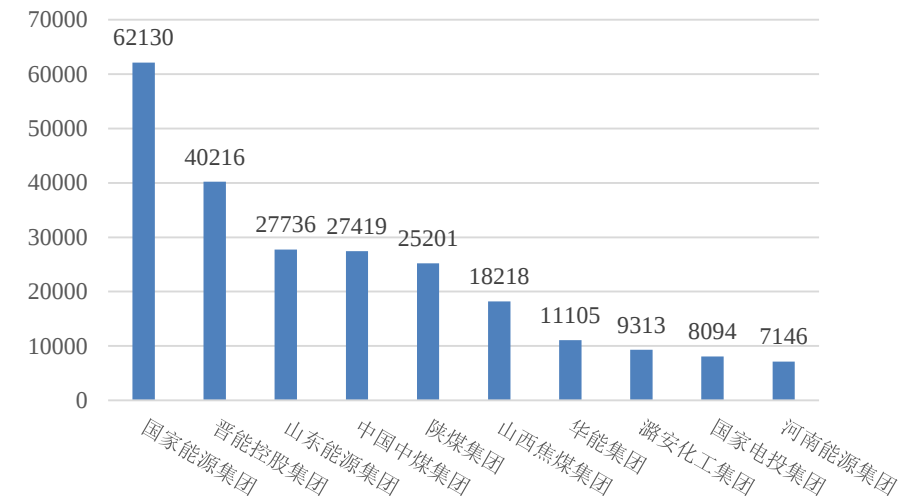
图24：2020年晋能控股集团重组成立



数据来源：国泰君安证券研究整理

晋能控股集团是山西省第一，全国第二大煤炭集团。截至 2023 年底，晋能控股集团自有煤炭产能近 4.5 亿吨/年，是山西省第一、全国第二大煤炭集团，2024 年集团原煤产量 4.0 亿吨，仅次于国家能源集团。

图25：晋能控股集团是全国第二大煤炭集团（万吨）

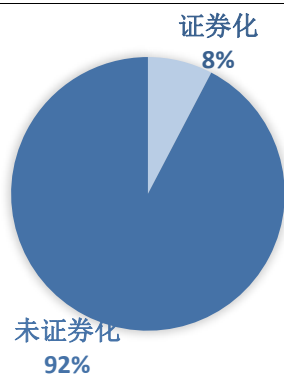


数据来源：国家能源局，国泰君安证券研究

5.2. 资产注入空间大，长期成长可期

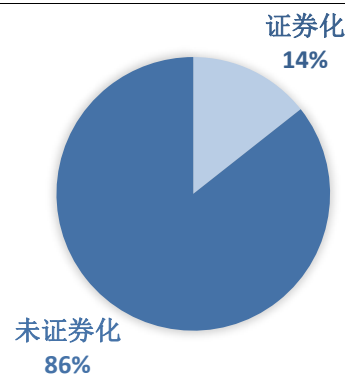
资产注入空间大，长期成长可期。早在公司上市之初，集团就承诺将采取分步过渡的组合方式，逐步将集团全部煤炭生产经营性优质资产纳入公司。合并重组后，2022 年 4 月，公司公告拟与晋能控股集团、晋能控股煤业集团（以下简称“煤业集团”）重新签署《关于避免同业竞争的承诺函》，对保留煤炭资产，煤业集团/晋能控股集团将采取积极有效措施，促使该等资产尽快满足或达到注入上市公司条件（包括但不限于：产权清晰、手续合规完整、资源优质、收益率不低于上市公司同类资产等），并在满足注入上市公司条件之日起两年内，采用适时注入、转让控制权或出售等方式，启动逐步将相关资产全部置入晋控煤业的程序。当前晋能控股集团、煤业集团、公司的煤炭产能分别为 4.5、2.4、0.345 亿吨，晋能控股集团和煤业集团的煤炭资产证券化率分别为 8%、14%，集团产能远高于公司，证券化率较低，未来资产注入空间大，助力公司长期成长。

图26：晋能控股集团资产证券化率较低，仅为 8%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图27：晋控煤业集团资产证券化率较低，仅为 14%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

晋能控股集团煤炭产能梳理：截至 2023 年底，晋能控股集团自有煤炭产能近 4.5 亿吨/年，其中，晋控煤业集团 2.4 亿吨/年，晋控电力集团和晋控装备制造集团各约晋能 1 亿吨/年。

1) 晋控煤业集团

公司以生产优质动力煤为主，其“大友”、“大沫”、“口泉”和“大有”等四大煤炭产品品牌驰名国内外。截至 2023 年底，公司拥有 88 座矿井（生产矿井 69 座、在建及续建 15 座、停缓建 4 座），主要矿区为大同、朔南、轩岗、保德四大矿区，跨越大同、朔州、忻州三市。煤炭资源保有储量 383.4 亿吨（在产矿井 228.37 亿吨），产能 2.4 亿吨/年（在产矿井产能 1.5 亿吨/年）。

表5: 截至 2023 年底，晋控煤业集团合计煤矿产能 24240 万吨/年，产能规模较大

矿区	煤种	资源保有量 (亿吨)	设计产能 (万吨/年)	可采年限
煤峪口	气煤	1	250	8.5
永定庄	气煤	1.6	200	5
四老沟	气煤	1.3	320	9.3
挖金湾	气煤	2.9	70	35
晋华宫	弱粘煤、1/2 中粘煤	3.5	340	15.4
马脊梁	气煤	1.5	430	4.8
王村	气煤	4.3	100	96
云冈	弱粘煤	4	90	19.6
燕子山	气煤	2.8	480	15.6
四台	气煤	5.5	180	26.9
同忻	气煤	12.7	1600	54.8
塔山	气煤	49	2500	39
轩岗煤电	气煤、1/3 焦煤、贫瘦煤、长焰煤	12.8	1640	-
地煤公司	弱粘煤、1/3 焦煤、气煤、不粘煤、长焰煤	11.9	1140	-
翔州煤电	气煤、长焰煤	25.8	1590	-
同发东周窑	长焰煤、不粘煤	15.4	1000	59
其他	不粘煤、气煤	227.6	12310	-
合计		383.4	24240	-

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2) 晋控电力集团

公司下属煤销集团作为山西省煤炭资源整合七大主体之一，在煤炭资源整合进程中，获取了大量较优质的煤炭资源，煤炭生产业务保持较快发展。公司整合矿区井田规划总面积超 1,000 平方公里，地质储量约 100 亿吨。截至 2023 年底，公司拥有 87 座矿井（生产矿井 61 座、在建及续建 3 座、停缓建 23 座），煤炭产能 9550 万吨/年（在产矿井产能 7600 万吨/年）。

表6: 截至 2023 年底，晋控电力集团合计煤矿产能 9550 万吨/年，产能规模较大

项目	总产能 (万吨/年)			
	合计	在产	基建	停缓建
大同公司	900	780	60	60
朔州公司	270	270	-	-
忻州公司	1020	810	90	120
晋中公司	930	540	-	390
阳泉公司	1230	930	-	300
长治公司	2090	1760	60	270
晋城公司	2070	1470	-	600
晋神能源公司	640	640	-	-
王家岭公司	400	400	-	-
合计	9550	7600	210	1740

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3) 晋控装备制造集团

公司所处晋东矿区（包括阳泉矿区、晋城矿区）是全国无烟煤储量最集中的地区，占山西省无烟煤储量的 65%、占全国无烟煤储量的 26%。截至 2023 年末，发行人拥有 53 座矿井（生产矿井 28 座、基建及筹建 9 座、停缓建

16 座), 资源储量合计 93.09 亿吨 (在产矿井储量 40.35 亿吨), 设计生产能力 10,100 万吨/年 (在产矿井产能 5265 万吨/年)。

表7: 截至 2023 年底, 晋控装备制造集团合计煤矿产能 10010 万吨/年, 产能规模较大

矿区	煤种	可采储量 (亿吨)	设计产能 (万吨/年)	剩余可采年限
生产矿井	无烟煤、贫煤	15.3	5265	
成庄	无烟煤	2.2	800	
寺河	无烟煤	4.8	900	19.3
赵庄	无烟煤、贫煤	1.8	800	38.2
长平	无烟煤	1	500	16
寺河矿二号井	无烟煤	1.4	300	13.7
岳城	无烟煤	0.4	150	33
赵庄二号井	贫煤	0.1	120	18.5
资源整合矿井	无烟煤、贫煤、焦煤	3.7	1695	5.9
缓建矿井	无烟煤、贫煤	0.8	360	2.6-33.6
基建矿井	无烟煤、肥煤	12.4	1660	12.8-20.5
筹建矿井	不粘煤、无烟煤	12.8	1300	6.5-67
关闭矿井	无烟煤	-	1425	58.2、77.5
合计		41.3	10010	-

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

5.3. 新帅上任, 资产注入序幕拉起

新帅上任, 资产注入序幕拉起。2025 年 1 月, 公司发布《关于启动收购间接控股股东部分资产工作的公告》: 为落实与晋能控股集团签署的《关于避免同业竞争的承诺函》, 进一步解决同业竞争, 公司决定启动收购晋能控股集团部分资产的工作, 我们认为本次收购标志着集团资产注入序幕拉起。近年来, 公司收购集团资产进程缓慢, 或因公司和集团过去几年管理层人事更换频繁有关。2024 年 7 月, 公司及晋控煤业集团发布公告, 同意李建光担任公司及煤业集团董事长。新帅上任后, 在新的领导班子带领下, 后续集团资产注入进程有望加快。

收购标的集团获取成本低, 预计后续公司收购价格也将低于当前一级市场行情。本次收购的标的为晋能控股集团持有的潘家窑矿探矿权及相关资产。潘家窑矿位于山西省大同市左云县, 井田面积达 90.14 平方公里, 探矿权资源量为 18.29 亿吨, 可采储量约 9.47 亿吨, 设计年产能为 1000 万吨, 主要可采煤层为石炭系太原组 5、8 号煤层, 煤种以长焰煤为主, 是优质动力煤原料。晋能控股集团于 2021 年中标取得, 中标价 47.53 亿元, 测算吨煤探矿权价格 2.60 元/吨, 集团获取成本较低, 预计后续公司收购价格也将低于当前一级市场上煤矿资源竞拍价格。

收购完成后, 公司煤炭产能将提升 29%至 4450 万吨。目前潘家窑煤矿仍处于探矿权转采矿权过程中, 规划年产能为 1000 万吨, 并配建同等规模洗煤厂, 若 2025 年可以开工建设, 考虑 3-5 年的建设周期, 公司产能有望最早在 2028 年提升 29%至 4450 万吨。

表8: 收购标的为潘家窑矿探矿权

收购标的	位置	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	产能 (万吨)	收购资金来源	项目状态
潘家窑矿探矿权	山西省大同市左云县	18.26	9.47	1000	公司自有资金	探矿权转采矿权过程中

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

6. 资产质量持续优化, 现金流充沛, 扩张及分红无忧

长期以来, 公司通过转让低效矿井, 关停亏损业务及资源枯竭矿井等举措持续进行资产优化, 积极改善资产负债表, 截至 2024 年三季度末, 公司有息

负债降至 37 亿元，短期借款清零，资产负债率从降低至 30.0%，处于行业较低水平，仅高于中国神华。此外，公司在手货币资金充足，现金流远高于净利润，较低的负债率以及充足的现金流保障下，公司未来产能扩张无忧。

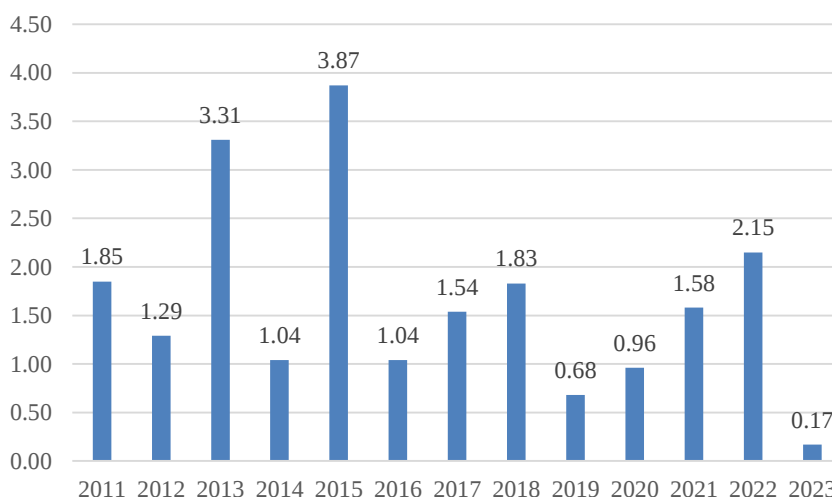
2021-2023 年，公司连续三年提高分红水平，2023 年分红率提升至 40%，但仍低于其他山西煤企，我们判断公司未来分红率有进一步提升空间。

6.1. 资产质量持续优化

资产质量持续优化。长期以来，公司持续进行资产优化，2014 年、2016 年先后向控股股东转让低效矿井同家梁矿、四老沟矿、煤峪口矿和燕子山矿，同时收购塔山矿，参股同忻矿等特大型高产矿井提升资产质量。2022 年阶段性关停持续亏损的活性炭公司，同时关停资源枯竭的忻州窑矿，进一步优化资产质量。

当前，公司资产质量已经充分优化，减值接近尾声。公司自 2011 年起几乎每年都有超过 1 亿元的资产减值损失，2022 年由于活性炭公司阶段性停产和关停忻州窑矿，资产减值损失高达 2.15 亿元，资产充分优化后，2023 年降至 0.17 亿元，为 2011 年以来最低水平。我们判断当前公司资产质量已经充分优化，减值接近尾声，轻装上阵。

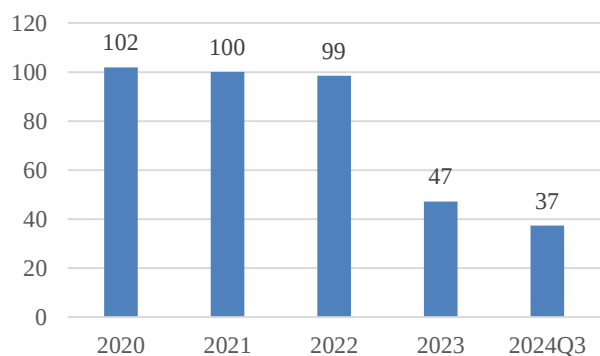
图28：2023 年公司资产减值计提大幅减少（亿元）



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

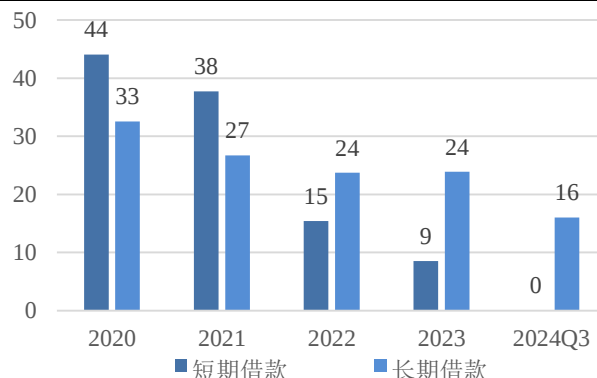
公司积极改善资产负债表，当前负债率处行业较低水平，仅高于中国神华。较低的负债率为公司今后加杠杆进行产能扩张打下良好基础。随着 2021 年以来煤炭行业盈利能力大幅度抬升，公司加快了资产负债表的改善速度，积极偿还债务，尤其是短期借款，截至 2024 年三季度末，公司有息负债降至 37 亿元，短期借款清零，资产负债率从 2020 年的 60.6%降低至 30.0%。当前公司的负债率处于行业较低水平，仅高于中国神华。

图29: 2023 年至今, 公司有息负债大幅下降 (亿元)



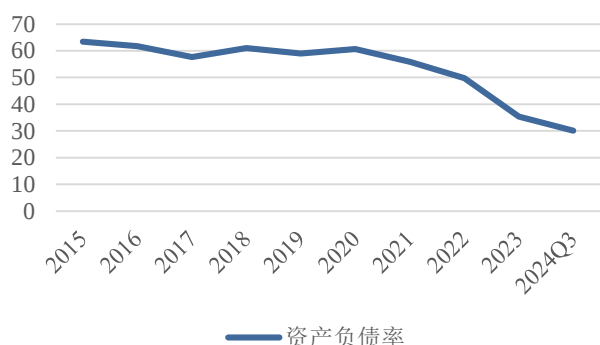
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图30: 截至 2024Q3, 公司短期借款清零 (亿元)



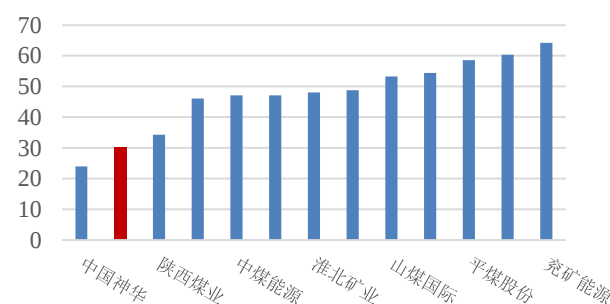
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图31: 截至 2024Q3, 公司资产负债率降至 30% (%)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图32: 晋控煤业负债率处行业较低水平 (%)

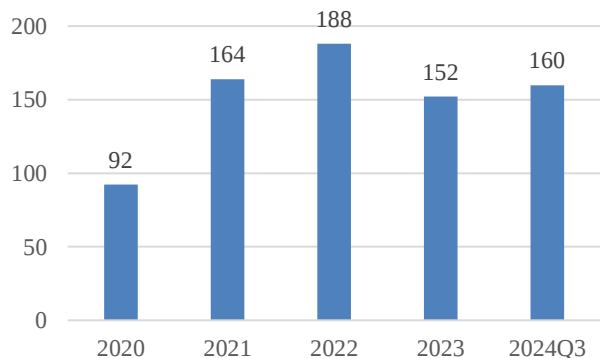


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

6.2. 现金流充沛, 产能扩张及分红无忧

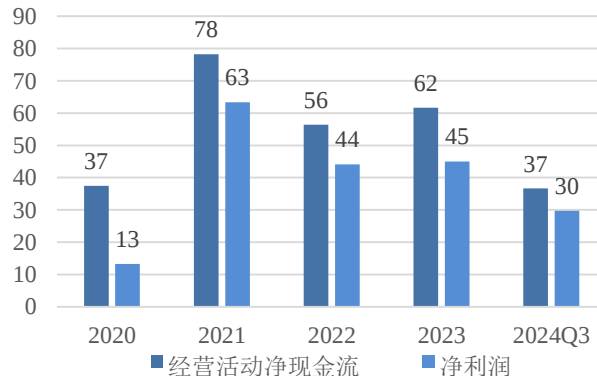
在手货币资金充足, 现金流远高于净利润, 充足的现金流保障下, 公司未来产能扩张及分红无忧。2021 年起受益于煤价大幅上涨, 公司盈利能力大幅提升, 在手货币资金同样大幅提高, 截至 2024 年 6 月, 公司货币资金规模高达 160 亿元。此外, 煤炭属于现金流较好业务, 现金流远高于净利润, 2023 年公司实现净利润 45 亿元, 而经营净现金流高达 62 亿元。

图33: 公司货币资金充足 (亿元)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

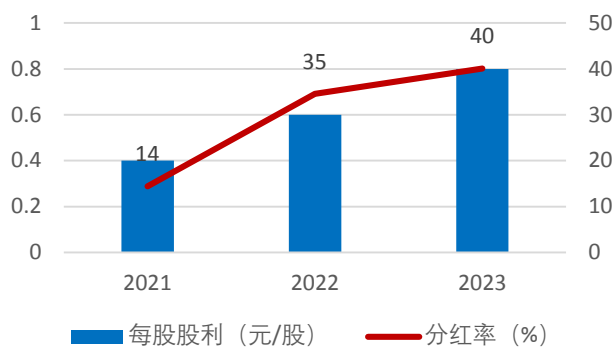
图34: 公司经营活动净现金流远高于净利润 (亿元)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

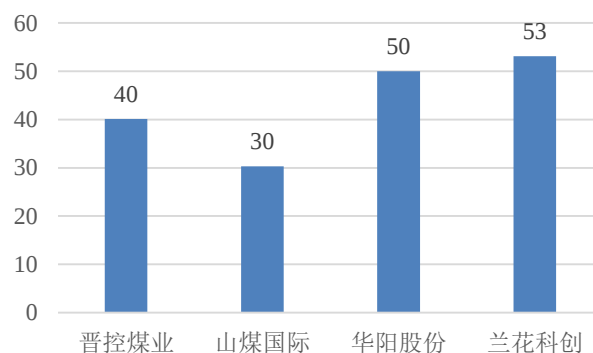
公司分红仍有提升空间。公司 2016-2020 年未进行分红, 2021 年盈利提升后开启分红, 连续三年每股股利及分红率提高, 2023 年分红率提升至 40%。但对比其他山西煤企, 公司当前分红水平低于山煤国际 (2024-2026 年承诺分红不低于 60%)、华阳股份 (2023 年 50%)、兰花科创 (2023 年 53%), 公司未来分红水平仍有提升空间。

图35: 近三年分红率逐年提升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图36: 当前公司分红率低于其他山西煤企 (%)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

7. 风险提示

煤价超预期下跌。我们预计 2025 年动力煤市场虽价格中枢下移，但中枢仍维持在长协价格之上，低点仍有较强支撑，但若后期煤炭价格出现超预期下跌，则将对公司盈利形成较大压力。

资产注入进度不及预期。集团煤炭资产证券化水平低，未来注入空间大，市场对此抱有预期，若后续资产注入进度不及预期，将导致市场对公司未来成长性担忧。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
股票投资评级 行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

上海	深圳	北京
地址 上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 栋 27 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编 200041	518026	100032
电话 (021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail: gtjaresearch@gtjas.com		